

Title	<教授寄稿>「マイナス金利と日本経済」
Author(s)	翁, 邦雄
Citation	公共空間：公共政策・実務の最前線を届ける情報誌 (2016), 2016 Autumn (Vol. 15): 24-29
Issue Date	2016
URL	http://hdl.handle.net/2433/219197
Right	
Type	Article
Textversion	publisher

「マイナス金利と日本経済」

始まる。

黒田総裁は講演でピーターパンの物語に出てくる「飛べるかどうかを疑った瞬間に、永遠に飛べなくなってしまう」という言葉を引用している。飛べると信じてはじめて飛べるように、インフレにするにはインフレになると信じるが必要、というのである。

「レジームシフトによる期待の変化」の成功例は、一九九三年に就任したルーズベルト大統領の政策転換である。実際、ルーズベルトの大統領就任後、鉱工業生産は四か月で実に五七%

も増加したから、明らかにレジームシフト効果があった。一方、日本では、安倍氏の首相就任後や異次元緩和後には、そのような劇的な変化はまったく起きず、実体経済は持ち上がらなかった。なぜ、そうした違いが生じるのか。そこには日本経済および世界経済の置かれている状況の基本的な差がありそうである。

「先進国の長期停滞」という仮説

これに関連してここ数年大きな関心を集めてきたのは、先進国の「長期停滞」仮説である。これは、二〇一三年十一月のIMFのカンファレンスにおける前米国財務長官・ローレンス・サマーズの講演が契機となっている。サマーズの議論は米国経済の観察に

二〇〇〇年初頭、米国経済はデフレに近づいていた。日本のデフレを観察し、恐れを感じていたグリーンズパンFFB議長は、バブル発生のリスクを冒してでもデフレの可能性を完全に取り除くことが必要だと考え、金融緩和を長期化させた。その後、米国では、実際に住宅バブルが大規模に発生してしまふ。これはサブプライムローン問題を經由して国際的な金融危機に発展する。

しかし、先の講演でサマーズが主に問題にしたのは、国際的な金融危機の方ではない。これだけ大きなバブルが発生したのに、なぜ米国経済は過熱せずインフレにならなかったのかという点である。サマーズの答えを比喩的に言い直すと、先進国経済はバブルでよくやく平熱が保てる程度の状態——人体でいえばいわば「基礎体温」が非常に低い状態——にある、ということになる。基礎体温にあたるものは経済学の用語でいえば自然利子率（この概念は後述する）である。サマーズは、これが長期的にマイナスになっており、この状態は金融政策では克服できないのではないかと考えた。

この仮説は一九三八年に当時全米経済学会会長だったアルビン・ハンセンが語った「長期停滞論」のリバイバル版

である。ハンセンは、当時の米国には新規開拓できるフロンティアはなく、大規模なイノベーションは枯渇し、人口も減り始めて投資する余地はない、だからもはや米国の長期停滞は避けられない、と考えた。しかし、歴史的にはこの仮説は誤りだった。なぜなら第二次世界大戦が勃発して需要が爆発的に伸びたうえ、大戦後にはベビーブームが起き、米国経済は黄金の一九五〇年代を迎え繁栄を謳歌したからである。そして、ハンセンの長期停滞論は忘れ去られた。しかし、サマーズは、改めて欧米先進国の現状をみると、それはハンセンが分析した状況に近いのではないかと考えたのである。

実際、二〇〇八年九月のリーマンショック、それに続く欧州の政府債務危機など一連の金融危機後、先進国金融市場では、短期金利がゼロ近くにまで低下したままある。むしろ、先進国中央銀行は手を拱いていたわけではない。通常の金利誘導では、景気刺激が困難になったため、国債を大量に購入する量的緩和を中心に、さまざまな非伝統的金融政策を実施してきた。

これらの政策は、株価などの資産価格押し上げに大きく寄与した。しかし、先進国はいずれも物価目標を達成できず、実体経済の改善も限定的で、金融政策で押し上げられてきた資産価格と

の乖離は大きくなっている。このため、実体経済に揺らぎがみえたり、金利引き上げ予想が強まったりすると市場はすぐ不安定化し、日・欧における追加緩和期待や米国での金利引き上げの延期期待が高まる、といった金融政策だのみの反応が起きる。

当初、こうした先進国経済の脆弱さは、日本のバブル崩壊期のように、金融危機の一過性の後遺症、という受け止め方が主流だった。しかし、経済の脆弱さが慢性化する中で、サマーズの言うように、より長期的・構造的な問題が顕在化してきたのでは、との見方が有力になってきた、ということになる。

自然利子率からみた長期停滞論

そろそろ本稿の主題である金利に話をすすめて、長期的な金利動向をみてみてみよう。

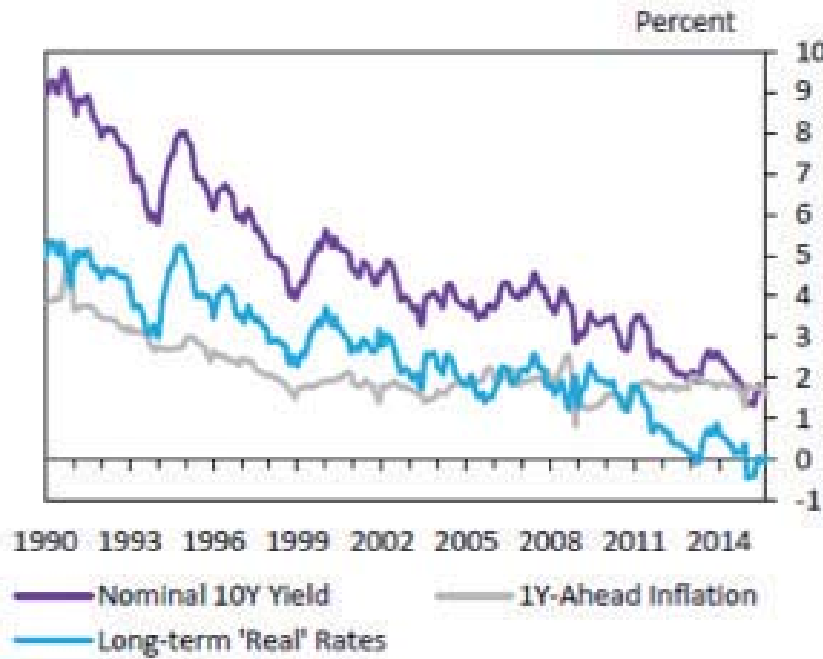
二〇一五年の十二月、イングランド銀行のエコノミストであるルーク・ス・レイチエルとトーマス・スミスは実質金利（名目金利から予想インフレ率を引いたもの）の長期的トレンドがどのようなに形成されてきているかを検証した論文を発表している。彼らの研究によると、先進国の長期実質金利の推計値は一九九〇年代から一貫して低下を

続けており、累計低下幅は四・五%ポイントにまで達し、最近の水準はマイナスになっている。

この実質金利は先進国経済にどのような影響を与えたのだろうか。それを考える上では、望ましい金利水準を考える必要がある。ここで有力な概念として登場するのが自然利子率である。

これは、「経済が完全雇用でデフレにもインフレにもならない状態に対応する実質利子率水準」を指す。

もし、先進国の実質金利が自然利子率より低ければ経済はインフレ傾向になるはずである。しかし、先進国経済では総じてインフレ率が下がり続けてきた。だから、自然利子率は長期にわ



先進国の名目長期金利、インフレ率、実質金利

たつて実質市場金利以上に大きく低下してきた可能性が高い、ということになる。サマーズ長期停滞論は先進国経済の自然利子率が長期的にマイナスが続く状況に対応しているのである。

なぜ、世界的に自然利子率は低下トレンドが長く続いているのか。自然利子率は、数多くの要因に影響されるが、なかでも人口減少、技術進歩の停滞、所得分配の不平等拡大、貯蓄率の増加などが自然利子率を低下させる主要な要因とされている。ただし、景気変動に対応した変動も生じる。二〇一五年十二月にゼロ金利を解除した米国は、先進国では例外的に労働力人口の増加が長期的に展望できるとともに景気上昇局面にあり、技術革新をリードする立場にある。これに対し、日本・欧州では、労働力人口が低下を続けている。

ちなみにデフレとの関係で、世界的に関心を集めている原油価格低下は、米国でこの五年ほどで急展開した水圧破砕法（フラッキング）などの技術革新によるシェールオイルの増産といった供給要因や、世界的な金融緩和による投機的資金の大量な流入・流出など、比較的短期的な要因に即した一時的現象と捉えられがちだが、自然利子率・潜在成長率の長期的低下といった大きな世界的構図の枠内で生じている現象とも解釈できる。また中国経済への先

行き不安も、不可避的な自然利子率の低下に直面している中国が、安定的な成長軌道にソフトランディングできるのか、という問題と言い直すこともでき、世界的な自然利子率低下の構図の一部ともいえる。

このように自然利子率が下がり続けて長期停滞的な状況になっているとすれば、金融政策は、インフレ率を高めるか、名目金利をマイナス以下に下げても、実質金利を下げる必要があることになる。後者がマイナス金利を正當化する理論的な背景になる。しかし、経済学者が最初に注目したのは、前者のインフレ率のコントロールであった。なぜなら、銀行券がある以上、名目金利をマイナスに誘導するのは理論的に難しい、と考えられていたからである。

米国経済学者の日本経済の見方

先ほど異次元緩和による「期待への働きかけ」について述べたが、「日本経済には期待への働きかけが有効だ」と最初に言ったのは当時プリンストン大学にいたポール・クルーグマンである。一九九〇年代、バブル崩壊後の厳しい調整局面に日本が遭遇していたころであり、日銀はゼロ金利政策を採用するが、経済状況の大きな好転は期待

できそうもなかった。当時、クルーグマンは日本の自然利子率が一時的にゼロ以下に下がっており、ゼロ金利政策では打開できない、と考えた。景気が四季のように循環するなら、この経済状況は非常に厳しい冬に当たる。しかし、もし自然利子率の低下が一時的なら、いずれ夏が来る。その際、冬から夏までの間にインフレでお金が目減りすると人々が信じれば、人々は冬のうちにお金を使おうとする。「夏になったらインフレになる」と信じてもらうことで、冬もインフレにできると考えたのである。

この理論は日本の経済政策論争にも大きな影響を与えたが、サマーズは、この議論は間違っている、とする。もし、長期停滞論は、どんな気温が下がりずつと冬が続く氷河期のイメージであり、例えば、人口減少により経済が長期停滞していくなら、冬の後には夏が来ることはないから、「いずれ夏が来る」という仮定自体に誤りがあると、いうのがサマーズの批判の骨子である。

長期停滞論をふまえ、ここ二三年で、欧米の経済学者の日本経済を含む先進国経済への見方は非常に変わってきている。最近ではクルーグマンですら考え方を変え、金融政策で期待に働きかけるだけではデフレ脱却は無理、と主張しはじめています。そして、クルー

グマンは日本が大きな財政赤字を続けながらもインフレにならなかった理由として、減少し続けている人口要因による需要不足を挙げている。

クルーグマンに限らず、長期停滞論の観点から日本経済をみると、人口問題がきわめて重要になる。米国の実質成長率が二%近いのに対し、日本は十三年間平均で一%を下回っているが、生産年齢人口一人当たりのGDP成長率では、日本の方が米国より高い。つまり、相対的に低い日本の成長率は生産年齢人口の減少によるところが大きい。日本における出生率は現在約一・四だが、二に戻ったとしても、何十年も人口は減り続ける。団塊の世代の人口は毎年約二〇〇万人なのに、新たに労働市場に入ってくる人たちは約一〇〇万人にすぎない。出生率二でも、一〇〇万人の親からは一〇〇万人の子どもしか生まれない。二〇〇万人が亡くなり一〇〇万人しか子どもが生まれないから、出生率が二に戻ってさえ人口は減り続ける。このため、最も楽観的にみても人口は二〇六〇年ぐらいまで減り続ける。移民を入れればよい、という議論もあるが、人口が爆発的に増加しているアフリカは距離的にも文化的にも日本から遠い。他方、文化的に近いアジア圏諸国は高齢社会の段階に入り、移民に回す余裕がなくなる。

こう考えると、人口問題は、現在および将来の日本の社会経済の根幹にある問題であることが分る。

現在、日本では、失業率、有効求人倍率の改善が続いており、安倍総理は円安による企業収益の好転とならぶ成果としてこの点を強調している。しかし、労働市場改善の背景には、労働力人口の急速な減少があり、二年以上にわたって実体経済の拡大はみられていない。実際、二〇一五年第四四半期の速報によると実質GDP（季節調整済み）の金額は五二・七、四兆円であり、消費税増税による駆け込み需要前のピークである二〇一三年第三四半期の五二・八、八兆円を下回り、むしろ収縮している。

マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入

こうした停滞が続いている中、二〇一六年に入ると、中国経済の先行き不透明性、米国の金利引き上げ懸念、原油価格の急落などが大きなショックとして日本の金融市場を揺さぶった。

そして、日銀は、一月二九日に「マインスイ金利付き量的・質的金融緩和」導入を決めた。

欧州では、二〇一四年六月に欧州中央銀行が中央銀行当座預金に課金する

マインスイ金利政策を導入しているほか、デンマーク、スウェーデン、スイスなど欧州諸国の中央銀行も自国通貨高騰を防ぐため、マインスイ金利政策を導入している。米国も含め、先進国のインフレ率は低水準が続いており、インフレ率が上げられないなら、名目金利を強引にゼロ以下にまで下げるしか実質金利は下げられない。自然利子率低下による長期停滞論の観点から見ても、金融政策がこの方向に向かうのは自然なことと言える。

日銀の政策枠組みは、これまでの量的・質的緩和を継続することに加えて、二月以降の日銀当座預金の増加分に対しマインスイ〇・一%のマインスイ金利相当の課金を行う、というのが骨子である。日銀は、これにより金利全般に下げ圧力が働くことを期待している。また、今後、必要な場合には、さらに課金額を増やす、としている。

なお、課金にあたっては金融機関収益への打撃を緩和するため、金融機関が保有する日銀当座預金を三分割し、「基礎残高」には今まで通りプラス〇・一%、「マクロ加算残高」に〇%、そして「政策金利残高」にマインスイ〇・一%の金利が適用される。日銀取引先金融機関全体でみて、プラス〇・一%が適用される基礎残高は約二一〇兆円、ゼロ金利が適用されるマクロ加算

残高は当初約四〇兆円、マイナス〇・一%が適用される政策金利残高は当初約一〇兆円になる、と日銀はみている。

この枠組みは、かなり矛盾を孕む。

日銀当座預金へ課金されると当座預金を増やすことで課金額が増えるが、量的・質的緩和は当座預金を増加させる政策である。また、マイナス金利へ誘導すると国債の値段が上がるので、金融機関は今持っている国債を売りたいはずだが、日銀が量的・質的緩和を続けるにはその国債を大量に購入する必要がある。この二つの点についての日銀の説明は、以下のようなものである。

前者については、いずれ、適用金利ゼロのマクロ加算残高を増やすことを示唆している。これによりマイナス金利の適用部分を減らし、量を増やす障害となることを回避する狙いである。

後者については、「マイナス金利分だけ買入れ価格が上昇（金利が低下）することで釣り合うので、買入れは可能と考えられる」と説明している。この説明の意味を数値例で考えてみよう。いま、満期になれば、一〇〇円で償還される残存期間一年の国債を銀行が一〇一円で買う、とする。もし、日銀がこの国債を一〇二円で買うなら、その代わり金を日銀当座預金に一年間置いて五〇銭課金されても、銀行には

五〇銭の利益が出るので（日銀には償還時に二円分損が出るが）、量的緩和が続けられる筈、ということになる。

多くの人が驚いたのは、この政策の導入後ほどなく、十年物長期国債の利回りがマイナスになったことだ。財政危機の瀬戸際にあるとされる日本の国債にマイナス金利が付くのは不思議にみえるからである。しかし、投資家が利鞘を確保できるかぎり、国債金利はマイナスなり得る。今回の枠組みのように、日銀が償還時点の損を引き受け、銀行の買い取り価格より高値で国債を買うことにコミットすることでも国債金利はマイナスになる、ということになる。これによる金利低下で例えば、住宅投資などは多少、刺激されるはずあり、それは日銀の狙いの一つになる。

マイナス金利の効果と副作用

マイナス金利政策（中央銀行当座預金への課金）は、二〇一四年六月に欧州中央銀行が導入し、デンマーク、スウェーデン、スイスなどの中央銀行も導入している。だから、その効果と副作用は、欧州の経験で大体の「相場観」ができています。

発動された際の主な（ないし本音の）狙いは、自国通貨高阻止である。この点では効いた国、効かなかった国があ

る。日本円については効かなかった。

マイナス金利導入後、円はむしろ急騰し、年初来の上昇率は主要通貨でも突出している。副作用のうち、国民が不安に感じる預金金利がマイナスになることは、すくなくとも一般の家計についてはなさそうである。預金金利を下げるには、預金金利もマイナスにする必要があるが、そうすると、人々は預金を下ろして自宅にしまっておくこと（「タンス預金」）を選ぶだろう。銀行を家に置いておけば金利をとられることはない。そもそも銀行券があるのでも、名目金利をゼロ以下に下げるのは困難、とみられてきたのである。実際、いずれ預金が増えるようになるのでは、と心配した人たちは金庫を買い始めており、一部のホームセンターでは金庫が飛ぶような売れ行きである。

預金金利がマイナスになった結果、銀行が使われなくなると、お金の流れが滞ってしまい、経済にもマイナスの影響が出る。黒田総裁も預金金利がマイナスになることは考えにくい、としている。ただ、企業や家計がいろいろな名目で手数料が取られるようになる可能性は否定していない。

しかし、預金金利は下がる余地がほとんどない、運用利回りは下がる、という状況になるので金融機関の収益は悪化する。日銀もマイナス金利関係の

公表資料の中で、「金融緩和によって实体经济への働きかけを行う際に、金融仲介を担う金融機関の収益に悪影響を及ぼす面がある」、と一般論のかたちで述べている。欧州の主要な銀行の経営悪化に対する懸念は二〇一六年二月に入って、欧州株価を急落させた。きっかけとなったドイツ銀行の業績悪化は、不祥事などドイツ銀行特有の要因が大きいとされているが、欧州中央銀行のマイナス金利も銀行経営上、大きな重荷となっている、とされている。

しかし、副作用は銀行の収益圧迫だけではない。日本にとって重要なのは財政再建への影響だろう。日銀が金融政策上の目的追及のためにあえて国債市場を歪めているからである。

バブルの定義のひとつは、値上がり期待だけで、その資産が本来持っている価値以上の値段がつく、というものである。償還価格以上の価格で日銀が損を出して買う、ということは、量的・質的緩和を可能にするために、日銀が長期国債市場に政策的にバブルを作る、ということを意味する。このバブルの大きな問題は、それが一見、投資家の国債に対する信頼にみえることである。実際、一〇年物国債の年利回りがはじめてマイナスになったとき、解説記事の大半は「世界的な経済不安のもとで、リスク回避の観点から、安全

性の高い資産である日本国債がマイナス金利でも買われている」というものだった。

国債を買った投資家は、損失覚悟で買っているわけではなく、上述のように日銀に転売する利鞘を見込んでいるに過ぎない。しかし、「危機的財政状況と言われていた日本政府は投資家の信頼により国債発行で金利収入すら得られる」という錯覚が広がっている。金利収入の出所は日銀の損失であり、公的当局全体として懐が潤っているわけではない。そのことは財政運営に大きな悪影響を与えるだろう。

なお、多くの場合、バブルが崩壊すると、金融システムは不安定化する。その意味でこの政策は金融システムの将来に大きな悪影響をもたらす可能性がある。マイナス金利は、なにがしかの効果はあるかもしれないが、副作用もきわめて大きい。そう考えておくべきだろう。

ファーストベストの経済政策は何か

しかし、自然利子率が低下し続けるなら、金融政策が自然利子率の低下を追いかけることには大きな限界がある。

それでは、何がファースト・ベストの政策なのか。サンフランシスコ連銀のウィリアムズ総裁らは「自然利子率を上げる」、すなわち潜在成長率を持続的に上げるべきだと主張している。日本の表現では「成長戦略」である。これは金融政策の領域ではない。金融政策では問題の根幹は解決できない、ともいえる。

日本の潜在成長率を上げるには、生産性を高めることと就業者の減少を緩和することが必要になる。この二つは密接に関係している。就業者を増やしていくためには、高齢化した家族が健康でないとけないが、実際には、平均寿命の延びに健康寿命が追いつかず、高齢者が寝たきりになっている時

が伸びている。こうした中で、できればギリギリまで家族で介護してくださという政策がとられているため、介護をする人たちは労働市場から抜けてしまい、人手不足をさらに悪化させている。

このような問題に正面から取り組むことが生産性を高めることにもつながる。例えば、認知症治療薬であるアリセプト（エーザイ）は、病院での売上高のトップになった薬だが、こうした薬の開発は生産性の向上につながる。また、買い物に行くほど身体は動かないが、物が届けば生活ができる、いう単身者にとって、タイムリーな宅配は生命線になるが、一方、物流現場は疲弊している。少し長い目で見て、無人ドライバの車とドローンを活用して宅配ができれば、生産性の向上になるし、社会を支えられる。

昨年九月に発表されたアベノミクス第二ステージの「新三本の矢」は、方

向として潜在成長率の向上につながるものとする。「希望出生率一・八の実現」、「介護離職ゼロ」と出生率の問題や介護による労働人口への影響の問題にも目を向けている。もちろん、希望出生率一・八は社会の持続性の観点から見れば低すぎるし、介護離職ゼロといっても、介護をする人はどこから出てくるのかという根本的な問題もある。そもそも、新三本の矢は、「的を射ぬく矢」ではなく、現状では的を示す「矢印」にすぎない。ただ、的を射ぬく矢の中身が見えてきて、それがしっかりしたものであれば、アベノミクス第一ステージよりも、本来、日本が必要としているものになる。そうした、実効性や整合性のある政策体系が示せるかどうかは日本の将来、新三本の矢の評価がかかっている、といえるだろう。（二〇一六年三月十一日寄稿）

以上



翁邦雄（おきななくにお）

一九五一年生まれ。一九七四年東京大学経済学部卒業。日本銀行入行、筑波大学助教授、日本銀行調査統計局企画調査課長、企画室参事、金融研究所長等を経て、京都大学公共政策大学院教授。シカゴ大学Ph.D.取得。専門は金融政策、国際金融論。著書『期待と投機の経済分析』（東洋経済新報社、一九八五年、日経経済図書文化賞受賞）、『ポスト・マネタリズムの金融政策』（日本経済新聞出版社、二〇一一年）、『金融政策のフロンティア——国際的潮流と非伝統的政策』（日本評論社、二〇一三年）、『経済の大転換と日本銀行』（岩波書店、二〇一五年、石橋湛山賞受賞）ほか。